

15 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

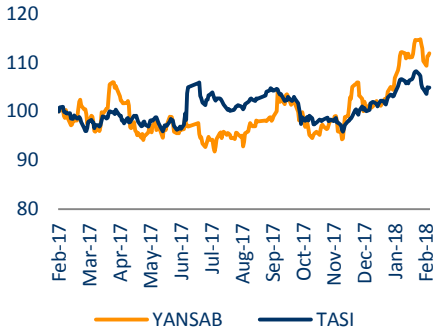
التوصية	محايد
سعر السهم الحالي (ريال)	64.4
السعر المستهدف (ريال)	66.1
نسبة الارتفاع / الهبوط	2.6%

في يوم 14 فبراير من عام 2018

البيانات الأساسية (مصدر المعلومات: بلومبرغ)

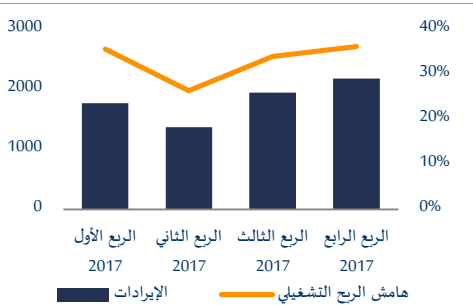
رأس المال السوقي (مليار ريال)	36.5
أعلى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	66.5
أدنى سعر خلال 52 أسبوع (ريال)	52.0
إجمالي عدد الأسهم المتداولة (مليار)	562.5
نسبة التداول الحر للأسهم	35.6%

سهم شركة ينساب مقابل مؤشر تداول (المعاد تقديره)



أداء السهم (%)	مطلق	نسبي
شهر واحد	3.2%	3.5%
6 شهور	17.8%	13.7%
12 شهر	11.9%	7.0%
الملاك الرئيسيين		%
شركة الصناعات الأساسية السعودية	51.0%	
المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية	11.9%	
السعودية للصناعات الدوائية	1.9%	

المبيعات ربع السنوية (مليون ريال) و هامش الربح التشغيلي



في عام 2017، بلغت إيرادات شركة "ينبع الوطنية للبتروكيماويات - ينساب" 7.2 مليار ريال، بزيادة قدرها 15.9 في المائة عن إيرادات عام 2016. كما ارتفعت الإيرادات بنسبة 31.7 في المائة عن الربع المماثل من العام السابق لتصل إلى 2.17 مليار ريال. وقد تحسنت الإيرادات بسبب ارتفاع متوسط سعر البيع لجميع المنتجات بالإضافة إلى زيادة حجم المبيعات.

إن استمرار الكفاءة في التكاليف وارتفاع معدلات الإستغلال تعد من أهم المميزات الرئيسية للشركة. و بالإضافة إلى ذلك، فإن قوة ميزانية الشركة وسط توزيعات الأرباح الجذابة تجعل من سهم الشركة استثمار جيد. ومع ذلك، قد يؤثر ضعف الإقتصاد و الزيادة المقترحة في أسعار المواد الأولية على مستويات الربحية. وبشكل عام، نوصي بتصنيف محايد بسعر مستهدف يبلغ 66.1 ريال للسهم.

توفر الميزانية العمومية السليمة زخم مالي للنمو المستقبلي

عملت شركة "ينساب" على تخفيض مستوى ديونها بشكل كبير في حين تهدف إلى أن تصبح خالية من الديون في عام 2019. وهذا سيعطي للشركة المرونة المالية للقيام بزيادة قدراتها الإنتاجية، مما يعطيها ميزة على أقرانها الأكثر إستئثاراً. وعلاوة على ذلك، تشير عائدات حقوق الملكية القوية إلى أن الشركة لديها سجل جيد في إستغلال رأس المال بكفاءة.

توفر التوزيعات المرتفعة من الأرباح القبول لدى المساهمين

بلغ عائد توزيعات الأرباح على السهم لدى الشركة نسبة 5.5 في المائة في عام 2017، ومن المتوقع أن يستمر في الارتفاع في المستقبل. وبالمقارنة مع الإستثمارات التقليدية الأخرى، تقدم شركة "ينساب" عوائد استثمار جذابة معدلة المخاطر. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الشركة لديها نسبة توزيعات أرباح عالية، حيث بلغ في المتوسط نسبة 75.0 في المائة من صافي أرباح الشركة على مدى السنوات الخمس الماضية. ومع الزيادة في التدفقات النقدية الإضافية الناتجة عن تخفيض قيمة الشركة، يمكن توقع زيادة توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

يتداول سهم الشركة على نسبة خصم مقارنة بأقرانها في القطاع

يتداول سهم شركة "ينساب" على مضاعف ربحية لعام 2018 يبلغ 12.8 مرة مقارنةً بمتوسط القطاع البالغ 13.1 مرة. وهذا يوفر الراحة للمستثمرين من ناحية التقييم، خاصة عندما يوضع في الحسبان توزيعات الأرباح العالية نسبياً، إضافة إلى معدل الإستغلال الأعلى في القطاع وكفاءة تشغيلية متميزة.

قد يؤدي ترشيد أسعار المواد الخام إلى إضعاف ميزة التكلفة في القطاع

يمكن أن تؤدي أسعار المواد الخام المرتفعة إلى الحد من هامش التشغيل لشركة "ينساب" عندما تدخل التدابير الحكومية المعلنة لتخفيض الدعم حيز التنفيذ. وفي الفترة الماضية، في محاولة لإصلاح الإقتصاد، أعلنت الحكومة عن ربط أسعار الوقود بالأسعار الدولية، حيث من المتوقع أن يتم رفع أسعار الغاز الطبيعي والإيثان إلى نسبة 75.0 في المائة من الأسعار الدولية. وعلاوة على ذلك، سترتفع أسعار الغاز الطبيعي المسال، بما في ذلك البروبان، إلى نسبة 90.0 في المائة من المستويات الدولية بحلول عام 2020. ومن شأن إلغاء هذه الإعانات أن يؤدي إلى انخفاض هامش مجمل الربح وإنخفاض في مستويات الأرباح.

من شأن ضعف الإقتصاد أن يحد من قدرة شركة "ينساب" من تمرير ارتفاع التكاليف إلى العملاء

يقيد الإقتصاد الضعيف من احتمالية تمرير الزيادة في أسعار المواد الخام إلى المستهلكين، حيث من المرجح أن ينخفض حجم الطلب. وفي حال إن لم تتحسن الظروف الإقتصادية في المملكة العربية السعودية، من المتوقع أن تؤثر سلباً على معدلات ربحية الشركة.

التقييم: قمنا بتقييم شركة "ينساب" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى قيمة عادلة قدرها 66.1 ريال للسهم. وقد اعتبرنا المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 11.6 في المائة، بمعدل نمو دائم قدره 2.0 في المائة.

2017	2018	2019	2020
7.2	8.1	8.0	7.9
الإيرادات (مليار ريال)			
2.4	2.9	2.9	3.0
الأرباح التشغيلية (مليار ريال)			
4.2	5.1	5.3	5.6
نصيب السهم من الأرباح (ريال)			
33.4%	35.8%	36.8%	38.0%
هامش الربح التشغيلي (%)			
0.0	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر
إجمالي الدين / حقوق الملكية			
14.2%	16.6%	16.5%	16.6%
العائد على حقوق الملكية (%)			
13.9	12.5	12.2	11.6
مضاعف الربحية			
2.0	2.1	2.0	1.9
مضاعف القيمة الدفترية			
9.5	8.7	8.1	7.6
القيمة السوقية / الربح قبل خصم الفوائد و الإهلاك والاستهلاك			

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث، شركة فالكم

مصدر المعلومات: وكالة بلومبرج، إدارة الأبحاث، شركة فالكم؛ البيانات في يوم 14 فبراير، 2018

### شرح منهجية التقييم والإفراضات

قمنا بتقييم شركة "ينساب" باستخدام طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم و الذي يقدر بقيمة قدرها 66.1 ريال للسهم الواحد. وتم احتساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال عند 11.6 في المائة مع معدل نمو مستقبلي دائم قدره 2.0 في المائة. من الناحية النسبية، يتم تداول سهم شركة "ينساب" على مضاعف ربحية قدره 12.5 مرة (على أساس سنوي)، مما يمثل خصم بنسبة 2.4 في المائة عن نظرائه في القطاع، و خصم بقرابة 9.4 في المائة إلى مؤشر "تداول" لجميع الأسهم.

2021 (متوقع)	2020 (متوقع)	2019 (متوقع)	2018 (متوقع)	2017	مليون ريال
3,177	3,016	2,946	2,892	2,414	صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب
(205)	(190)	(180)	(175)	(144)	الضرائب
1,225	1,199	1,174	1,148	1,090	الإهلاك والاستهلاك والإضعاف
51	125	124	20	(267)	التغير في رأس المال العامل
(484)	(475)	(480)	(484)	(467)	صافي النفقات الرأسمالية
3,764	3,676	3,584	3,401	2,627	صافي التدفقات النقدية للشركة
0.7	0.7	0.8	0.9		معدل الخصم
2,459	2,680	2,916	3,089		القيمة الحالية للتدفقات النقدية الحرة للشركة
11,144					صافي القيمة الحالية (أ)
26,127					القيمة الحالية للقيمة النهائية (ب)
2.0%					معدل النمو الدائم المفترض
11.6%					معدل الخصم

37,271	القيمة العادلة للشركة (أ) + (ب)	افتراضات المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
		المعدل الخالي من المخاطر 2.7%
1,052	إجمالي النقدية	علاوة تحمل المخاطر 10.2%
1,131	إجمالي الدين	معدل المخاطرة السوقي 0.9x
-	حقوق الأقلية	تكلفة حقوق الملكية 12.0%
37,193	قيمة حقوق الملكية (مليون ريال)	
563	إجمالي الأسهم (مليون سهم)	تكلفة الدين بعد احتساب الضرائب 4.8%
66.12	السعر المستهدف للسهم (ريال)	الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل رأس المال 93.7%
64.43	سعر السهم الحالي (في يوم 14 فبراير من عام 2018)	الوزن النسبي للدين في هيكل رأس المال 6.3%
2.6%	نسبة الارتفاع / الهبوط لسعر السهم الحالي	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال 11.6%

مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

### المخاطر

#### المخاطر الصاعدة:

- ارتفاع أسعار المنتجات أكثر من المتوقع يمكن أن يزيد بشكل كبير من مستوى الإيرادات ومعدلات الربحية.
- يمكن أن يؤدي تخفيف حدة التوترات الجيوسياسية في الشرق الأوسط إلى زيادة الطلب على البتروكيماويات.

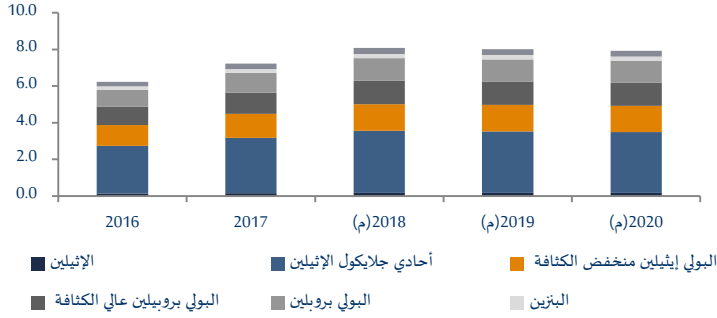
#### المخاطر السلبية:

- يمكن أن تؤدي التأخيرات في مصنع جلايكول الإيثيلين إلى انخفاض معدلات الاستغلال.
- إن انخفاض الفجوة ما بين مخزون البروبان ومنتج البروبيلين من شأنه أن يؤثر على هوامش الشركة.
- إن تباطؤ الإلتعاش الإقتصادي في المملكة بصورة تفوق التوقعات يمكن أن يؤثر سلباً على شركة "ينساب".

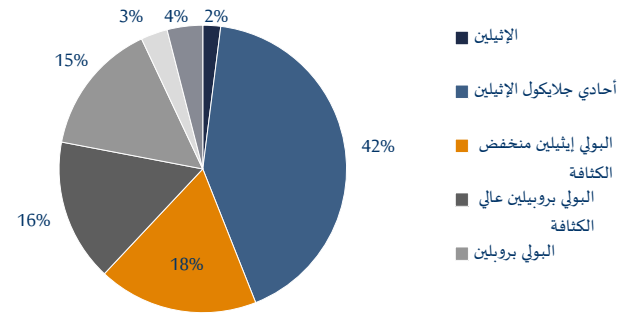
## الرسومات البيانية الرئيسية

15 فبراير 2018

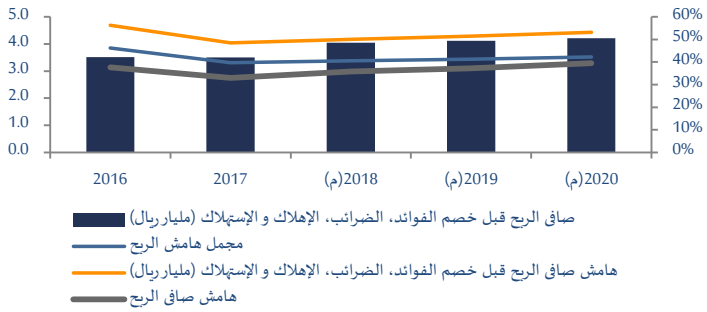
الإيرادات (مليار ريال)



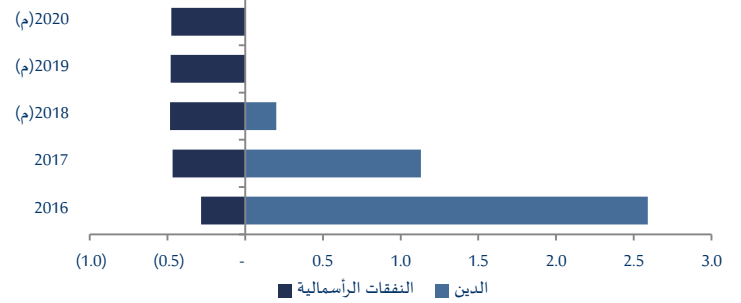
تقسيم الإيرادات (2017)



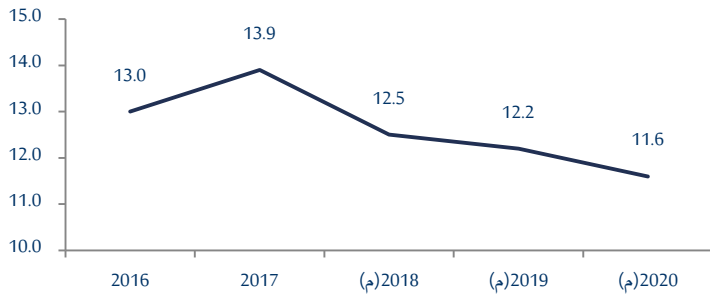
صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب وهوامش الربحية



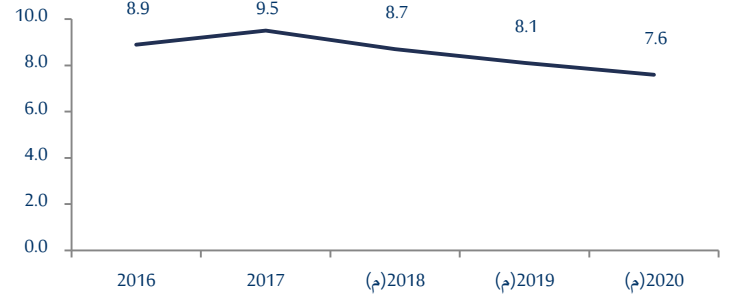
النفقات الرأسمالية وإجمالي الدين



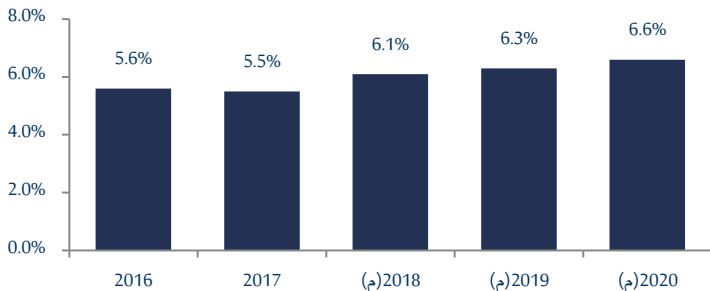
مضاعف الربحية



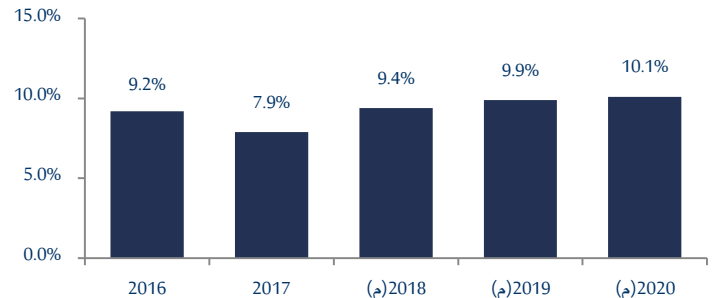
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والإهلاك والإستهلاك والضرائب



العائد الربحي



العائد على التدفقات النقدية الحرة



مصدر المعلومات: إدارة الأبحاث، شركة فالكم

15 فبراير 2018

تغطية بحثية أولية

## ملخص الميزانيات

معدل النمو	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	15.9%	11.9%	(0.9%)	(1.0%)
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	(0.1%)	15.3%	2.0%	2.3%
الربح التشغيلي	(0.4%)	19.8%	1.9%	2.4%
صافي الربح قبل الضرائب	1.2%	21.7%	3.0%	5.1%
صافي الربح	1.4%	21.7%	3.0%	5.1%
النسب (%)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
هامش مجمل الربح	39.7%	40.5%	41.2%	42.2%
صافي الربح قبل خصم	48.5%	50.0%	51.5%	53.2%
هامش صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	33.4%	35.8%	36.8%	38.0%
صافي هامش الربحية	32.9%	35.8%	37.2%	39.5%
العائد على حقوق المساهمين	14.2%	16.6%	16.5%	16.6%
العائد على رأس المال العامل	13.6%	16.1%	16.0%	16.2%
العائد على الأصول	12.0%	14.9%	14.9%	15.1%
إجمالي الدين / حقوق الملكية	0.0x	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر
إجمالي الدين / صافي الربح قبل خصم	0.0x	غير متوفر	غير متوفر	غير متوفر
العائد على التدفقات النقدية الحرة	7.9%	9.4%	9.9%	10.1%
العائد الربحي	5.5%	6.1%	6.3%	6.6%

التقييم	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
مضاعف الربحية	13.9x	12.5x	12.2x	11.6x
مضاعف القيمة الدفترية	2.0x	2.1x	2.0x	1.9x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	9.5x	8.7x	8.1x	7.6x
قيمة الشركة / صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	13.7x	12.1x	11.4x	10.6x
قيمة الشركة / الإيرادات	4.6x	4.3x	4.2x	4.0x

مضاعف الربحية (12 شهر)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
تقييمات الشركات المماثلة في القطاع				
المتقدمة للبتروكيماويات	12.2x			10.2x
شركة كيان السعودية للبتروكيماويات	16.9x			8.8x
الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات	12.9x			7.6x
السعودية للصناعات الأساسية	14.6x			7.4x
المجموعة السعودية للإستثمار الصناعي	9.1x			8.2x
الشركة الوطنية للبتروكيماويات	12.7x			8.7x
ينبع الوطنية للبتروكيماويات	12.5x			8.1x
وسيط القطاع	12.8x			8.4x
مؤشر تداول	13.8x			11.6x

قائمة الدخل (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
الإيرادات	7,221	8,077	8,007	7,927
مجمل الربح	2,870	3,271	3,303	3,349
صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك	3,504	4,040	4,120	4,215
هامش الربح قبل خصم الفوائد والضرائب	2,414	2,892	2,946	3,016
شركات شقيقة	-	-	-	-
صافي الفائدة	7	63	103	194
أخرى	100	111	110	109
صافي الربح قبل الضرائب	2,520	3,067	3,160	3,320
الأقلية	-	-	-	-
الزكاة	144	175	180	190
صافي الربح	2,376	2,891	2,980	3,130
نصيب السهم من الأرباح	4.2	5.1	5.3	5.6
نصيب السهم من توزيعات الأرباح	3.3	4.0	4.1	4.3

الميزانية العمومية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
النقدية	1,052	1,473	2,778	4,349
الأصول المتداولة	5,531	5,456	5,347	5,233
الأصول الثابتة	12,954	12,290	11,596	10,872
الأصول غير الملموسة	34	34	34	34
استثمارات في الشركات الزميلة والشركات المشتركة	-	-	-	-
إجمالي الأصول	19,765	19,447	19,948	20,681
الخصوم المتداولة	1,393	1,339	1,353	1,364
القروض قصيرة الأجل	930	201	-	-
القروض طويلة الأجل	201	-	-	-
حقوق الملكية	16,737	17,405	18,092	18,814
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	19,765	19,447	19,948	20,681

قائمة التدفقات النقدية (مليون ريال)	2017	2018 (م)	2019 (م)	2020 (م)
التدفق النقدي التشغيلي	3,519	4,039	4,153	4,330
التغير في رأس المال العامل	(283)	20	124	125
التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	3,236	4,060	4,277	4,454
الإنفاق الرأسمالي	(467)	(484)	(480)	(475)
التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار	(717)	(484)	(480)	(475)
التغيرات في الدين	(1,458)	(930)	(201)	-
توزيعات الأرباح	(1,685)	(2,224)	(2,292)	(2,408)
التدفق النقدي من أنشطة التمويل	(3,143)	(3,155)	(2,493)	(2,408)

مصدر المعلومات: القوائم المالية للشركة، إدارة الأبحاث شركة فالكم  
(\*) صافي الربح قبل خصم الفوائد والضرائب والإهلاك والإستهلاك

## شرح منهجية التصنيف لدى فالكم للخدمات المالية

تعتمد شركة "فالكم للخدمات المالية" على منهجية للتقييم المالي يختص بها، كما تستند توصياتها الإستثمارية إلى البيانات الكمية والنوعية التي يجمعها المحللون الماليين. وعلاوةً على ذلك، يضع نظام التقييم المتبع الأسهم التي يغطيها بحثياً تحت أحد مجالات التوصية التالية بناءً على سعر إقفال السوق، وكذلك القيمة العادلة المفترضة وإمكانية الصعود أو الإنخفاض.

زيادة المراكز: القيمة العادلة تزيد على السعر الحالي بأكثر من 10%.

محايد: القيمة العادلة إما أكثر أو أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تخفيض المراكز: القيمة العادلة أقل من سعر السهم الحالي بنسبة 10%.

تحت المراجعة: لم يتم تحديد سعر مستهدف لسبب أو أكثر من الأسباب التالية: (1) إنتظار المزيد من المعلومات، (2) إنتظار البيانات المالية التفصيلية، (3) إنتظار تحديث المزيد من البيانات، (4) تغيير في أداء الشركة، (5) تغيير في ظروف السوق أو (6) أي سبب آخر من شركة فالكم للخدمات المالية، قسم إدارة البحوث.

## فالكم للخدمات المالية

مراسلتنا على العنوان التالي:  
صندوق بريد 884  
الرياض 11421  
المملكة العربية السعودية

الفاكس أو مراسلتنا على الرقم أدناه  
فاكس: +966 11 2032546  
الإيميل: addingvalue@falcom.com.sa

اتصل بنا على أرقام الهاتف أدناه  
خدمة العملاء: 8004298888  
لخدمات الأسهم: 920004711

## إخلاء مسؤولية وتحذير من المخاطر:

لقد تم جمع المعلومات الواردة في هذا التقرير من مصادر عامة مختلفة يُعتقد بأنه موثوق بها، وعلى الرغم من أن فالكم اتخذت كل العناية المعقولة لضمان أن الوقائع الواردة في هذا التقرير دقيقة وأن التوقعات والآراء والتنبؤات الواردة في هذا التقرير هي عادلة ومعقولة إلا أن فالكم لا تضمن دقة البيانات أو الأسعار أو المعلومات المقدمة، ولا تعهد بأن المعلومات أو الأسعار الواردة في هذا التقرير هي صحيحة أو خالية من أي خطأ، كما أن هذا التقرير ليس المقصود منه أن يُفسر على أنه عرض للبيع أو تقديم عرض لشراء أية أوراق مالية وبناءً عليه فإنه يجب عدم الاعتماد على دقة و/أو عدالة و/أو اكتمال المعلومات أو الأسعار التي يحتوي عليها هذا التقرير، كما أن فالكم تُخلي مسؤوليتها ولا تقبل أي التزام عن أي خسارة ناجمة عن أي استخدام لهذا التقرير أو أي من محتوياته، ولن تكون فالكم مسؤولة في أي حال من الأحوال عن محتويات هذا التقرير، والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة في هذا التقرير تمثل الآراء الحالية لشركة فالكم كما في تاريخ هذا التقرير فقط وبالتالي فهي عرضة للتغيير دون إشعار، ولا تُقدم فالكم أي ضمان بأن الأسعار أو النتائج أو الأحداث المستقبلية سوف تكون متوافقة مع أية آراء أو تنبؤات أو توقعات أسعار واردة في هذا التقرير، وما ورد في التقرير من أسعار متوقعة يُمثل نتيجة مُحتملة فقط ويمكن أن لا تتحقق نهائياً، كما أن هذه الآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار تخضع لبعض المخاطر وعدم التأكد والافتراضات التي لم يتم التحقق منها والنتائج أو الأحداث الفعلية في المستقبل قد تختلف بشكل كلي. وإضافة إلى ما سبق فإن أي قيمة أو سعر مذكور أو أي دخل من أي من الإستثمارات المشار إليها في هذا التقرير قد تتقلب و/أو تتأثر بالتغيرات دون أي إشعار سابق والإداء السابق ليس بالضرورة مؤشراً للأداء المستقبلي. وبناءً على كل ما سبق بيانه فإن المستثمرين قد يحصلون على ناتج أقل من المبلغ المستثمر في الأصل. إن هذا التقرير يقدم معلومات ذات طابع عام فقط ولا يأخذ في الحسبان ظروف وأهداف ومستوى المخاطرة لأي مستثمر معين، ولذلك فإن هذا التقرير لا يستهدف تقديم مشورة في مجال الإستثمار ولا يأخذ بعين الإعتبار الوضع المالي الخاص و/أو الأهداف الإستثمارية الخاصة و/أو الإحتياجات الخاصة لمن يحصل على هذا التقرير، ولذلك ينبغي على المستثمر قبل اتخاذ أي قرار بخصوص الإستثمار أن يحصل على المشورة المستقلة من ذوي الخبرة في المجالات المالية والاستثمارية و/أو أي مستشارين آخرين حسب الضرورة نظراً لأن الإستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية قد لا يكون ملائماً لجميع الأشخاص. لا يحق نسخ أو توزيع هذا التقرير البحثي، كلياً أو جزئياً، وجميع المعلومات والآراء والتنبؤات وتوقعات الأسعار الواردة فيه محمية بموجب أنظمة وقوانين حقوق الملكية الفكرية وحقوق الطبع والنشر في المملكة العربية السعودية. جميع الحقوق محفوظة.

حصلت شركة فالكم على ترخيص من هيئة سوق المال السعودي رقم (06020-37) بتاريخ 2006/05/27 و بدأت بتقديم خدماتها للمستثمرين في السوق المالية السعودية بتاريخ 2007/02/19 برقم 1010226584 الصادر بتاريخ 1427/12/04 هجري.